



NEWSLETTER

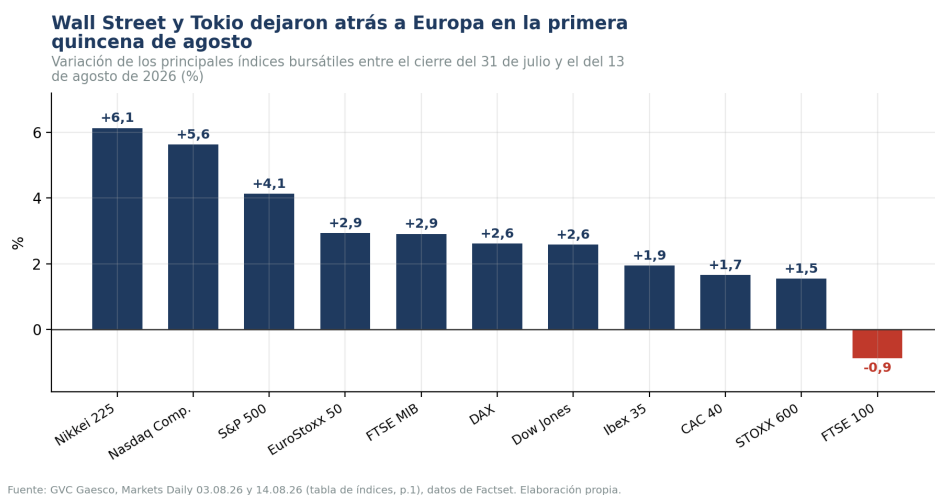
AGOSTO

2026

Análisis de Mercado

Resumen de mercados · 3 a 14 de agosto de 2026

Dos semanas que empezaron con un mercado convencido de que la guerra del Golfo se estaba desactivando y terminaron con Washington anunciando que puede mantener bloqueado el estrecho de Ormuz «indefinidamente». Por el camino, el petróleo cayó diez dólares y los recuperó todos, Estados Unidos destruyó empleo por primera vez en meses, la inflación americana se moderó dos décimas y las bolsas subieron casi en todas partes. El resultado es un mercado que avanza —el S&P 500 gana un 4,1% en la quincena y el Nasdaq un 5,6%— pero que lo hace apoyado en una idea frágil: que no van a llegar malas noticias.



Wall Street y Tokio se llevaron la quincena. Londres fue la única plaza importante en negativo

Estados Unidos: la inflación afloja y el mercado laboral se rompe

Julio destruyó empleo y nadie se lo esperaba

El dato del 7 de agosto fue el que marcó la quincena. Estados Unidos perdió 23.000 empleos en julio y, además, revisó a la baja en 103.000 puestos las cifras de los meses anteriores. No es una desaceleración: es un cambio de signo. Tres días antes, la encuesta privada de ADP ya había avisado, con solo 44.000 empleos creados en el sector privado, el peor registro del año.

La reacción del mercado fue inmediata y lógica: si el empleo se está deteriorando, la Reserva Federal tiene menos motivos para subir tipos. La probabilidad de una subida en la reunión de septiembre, que rondaba el 43% aquel viernes, se ha desinflado hasta el 32% el 14 de agosto.

Lo llamativo es que ese deterioro del empleo convive con una economía que, en lo demás, va bien. El ISM manufacturero —una encuesta mensual a directores de compras; por encima de 50 la actividad crece— subió en julio hasta 55,6, su mayor expansión industrial en años. El de servicios se quedó en 54,1, con nuevos pedidos disparados a 57,2. Y el PIB del segundo trimestre creció un 1,5% anualizado con un consumo privado al 3,2% y una inversión empresarial al 8,4%.

Conviene mirar dónde está el problema: el empleo se está deteriorando en las encuestas de empresas mientras la demanda de los hogares aguanta. Esa combinación no suele durar. O el consumo termina cediendo, o los datos de empleo se revisan al alza.

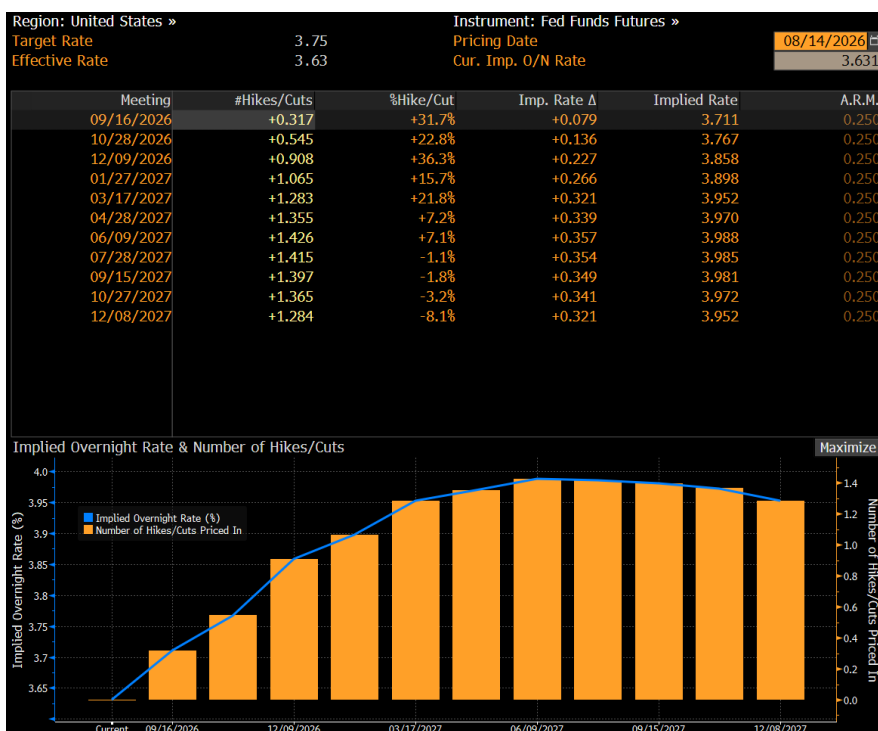
La Fed no sabe cuál de las dos cosas va a pasar, y por eso no se mueve.

El IPC dio la razón a los que piden paciencia

El 12 de agosto llegó el dato que todo el mundo esperaba: **la inflación de julio bajó al 3,3% interanual**, desde el 3,5% de junio. La subyacente —que excluye alimentos y energía, los componentes que más se mueven por motivos ajenos a la política monetaria— cedió al **2,5%**. Un día después, los precios de producción confirmaron el mensaje: **+4,4% interanual**, frente al 4,9% que esperaba el consenso y el 5,5% de junio.

Aquí hay que señalar la letra pequeña, porque es la que importa. La subyacente mensual creció un **0,2%**, un ritmo que anualizado sigue por encima del objetivo del 2%. Y el índice de precios de producción que excluye alimentos, energía y márgenes comerciales —el más limpio de todos— **aceleró** hasta el +0,4% mensual, frente al +0,1% de junio. Es decir: la buena noticia viene casi toda de la energía, y la energía volvió a subir en agosto.

Los propios miembros de la Fed lo dijeron con distintos grados de entusiasmo. Beth Hammack, de Cleveland, que había votado a favor de subir tipos en julio, advirtió de que la mejora no debe darse por descontada porque los datos de empleo están distorsionados por factores puntuales. Tom Barkin, de Richmond, celebró la desaceleración, pero se mostró preocupado por algo distinto: **la inversión en inteligencia artificial y las restricciones de oferta que genera**, capaces de alimentar una inflación que no depende de ningún shock externo. Solo Austan Goolsbee, de Chicago, sonó claramente tranquilizador.

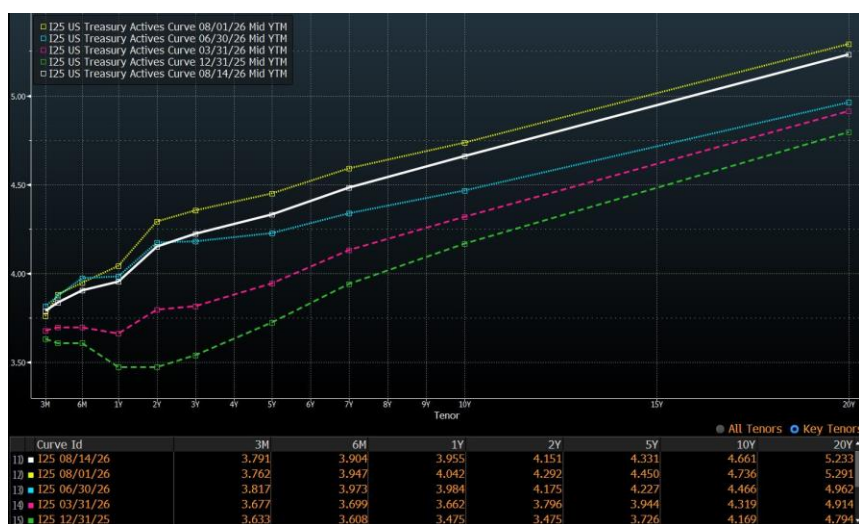


El mercado apenas descuenta una probabilidad del 32% de subida de la Fed en septiembre, y sitúa el techo del ciclo cerca del 4% a mediados de 2027.

La curva bajó, pero sigue mucho más alta que en enero

En la quincena, toda la curva de tipos americana se desplazó a la baja: el bono a dos años cedió 14 puntos básicos hasta el 4,15% y el de diez años 7 puntos básicos, hasta el 4,66%. Es el movimiento que cabría esperar de un mercado que aparta el riesgo de subidas inminentes.

El problema es la foto del año. Frente al cierre de 2025, el dos años ha subido 68 puntos básicos y el veinte años 44, hasta el 5,23%. Traducido: el Estado americano paga hoy más de un 5% por financiarse a veinte años, un nivel que a finales del año pasado ni se planteaba. A finales de julio, el treinta años llegó a tocar máximos de diecinueve años. El mercado no está premiando a la Fed por su prudencia; le está cobrando una prima por no saber qué va a hacer.



Resultados extraordinarios con una nota al pie

Con el 80% de las compañías del S&P 500 ya publicadas, el crecimiento combinado de beneficios del segundo trimestre ronda el 52% interanual y más del 80% de las empresas ha batido las estimaciones, el porcentaje más alto en cinco años.

La cifra impresiona menos cuando se lee la letra pequeña: buena parte del agregado se explica por partidas de «otros ingresos» vinculadas a las plusvalías que algunas grandes tecnológicas se apuntan por sus participaciones en empresas no cotizadas. Ajustado por eso, el crecimiento sigue siendo sólido, pero deja de ser espectacular. Y la reacción de los inversores lo refleja: han sido muy selectivos con las empresas que baten previsiones, señal de que miran los datos de detalle y las guías más que el titular.

La sesión del 4 de agosto lo ilustró de forma casi didáctica. SpaceX se dejó un 14% al anunciar que su inversión en infraestructura de inteligencia artificial superaría los 18.000 millones de dólares —a lo que se sumó el fin del bloqueo de venta de acciones para empleados—. AMD cayó un 7% después de que Elon Musk confirmara que SpaceX usará exclusivamente chips de Nvidia, que subió un 4%. Y Alphabet perdió un 4% por una reestructuración directiva en su área de IA. Merece la pena fijarse en el primero: la acción bajó por anunciar que va a invertir más. Hace un año, ese mismo anuncio la habría hecho subir.

Cómo cerró la quincena Estados Unidos: S&P 500 en 7.799 puntos (+4,1% en la quincena, +13,9% en 2026), Nasdaq Composite en 26.803 (+5,6% y +15,3%), Dow Jones en 53.840 (+2,6% y +12,0%). El S&P cotiza a 21,7 veces beneficios estimados de 2026 y el Nasdaq a 26,2 veces.

Nasdaq a 26,2 veces.

Europa: el BCE va a subir y el mercado ya lo ha aceptado

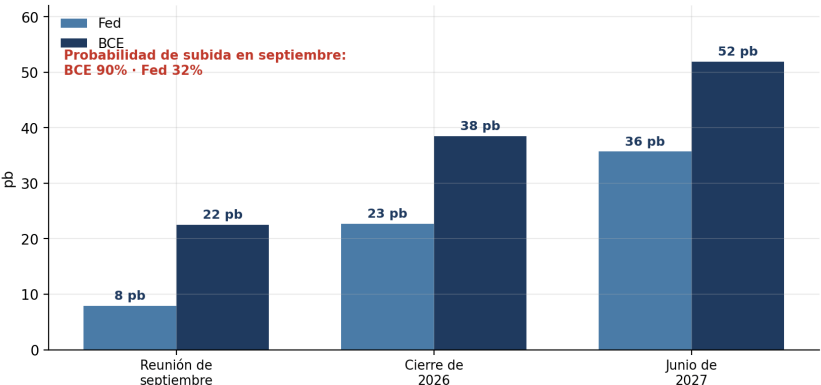
Noventa por ciento contra treinta y dos

El contraste más nítido de la quincena no está en las bolsas, sino en los tipos. A 14 de agosto, el mercado descuenta un **90% de probabilidad** de que el Banco Central Europeo suba tipos en su reunión del 10 de septiembre. Para la Fed, apenas un 32%. Es una divergencia inusual: los inversores dan por hecho que el banco central de la economía que crece al 0,5% va a endurecer su política, y dudan del de la economía que crece al doble.

La razón está en los precios. La inflación de la zona euro repuntó en julio hasta el **2,9%** interanual, desde el 2,8% de junio, y la subyacente se movió al alza hasta el **2,5%**. La energía es el motor evidente —y, en Alemania, el final de las medidas de congelación de precios ha añadido leña—, pero lo que preocupa es la persistencia: cuanto más tiempo se mantengan altos los precios energéticos, mayor es el riesgo de que se trasladen al resto de la cesta. El calendario tampoco ayuda, porque las negociaciones salariales de fin de año llegan justo cuando la inflación vuelve a estar por encima del objetivo.

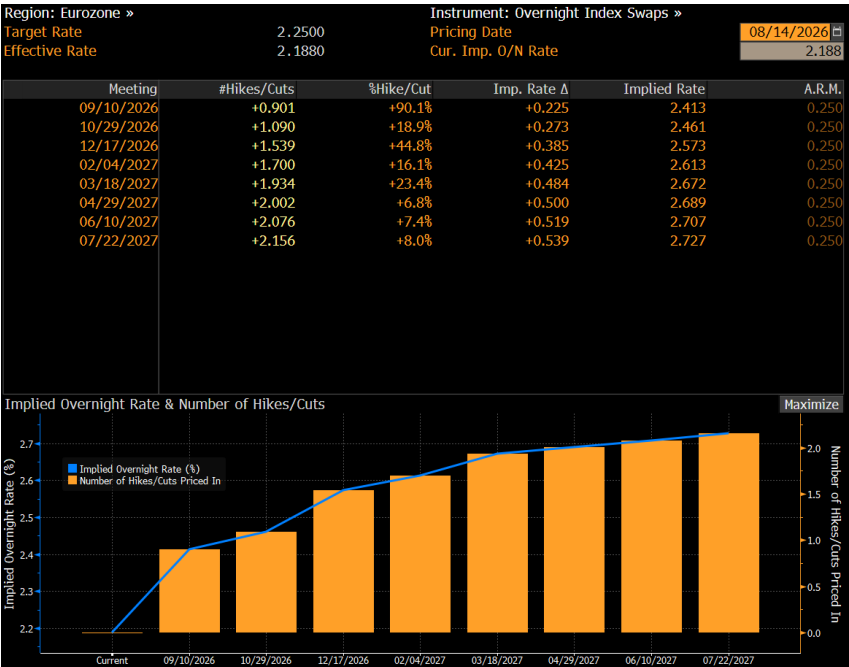
El mercado da por hecha la subida del BCE y duda de la de la Fed

Subidas de tipos acumuladas que descuenta el mercado en cada reunión, en puntos básicos (14 de agosto de 2026)



Fuente: Bloomberg, World Interest Rate Probability, 14/08/2026. Fed Funds Futures y Overnight Index Swaps. Elaboración propia.

El mercado descuenta más subidas del BCE que de la Fed en todos los horizontes, algo poco habitual



Los swaps de tipos sitúan la probabilidad de subida del BCE en septiembre en el 90,1%.

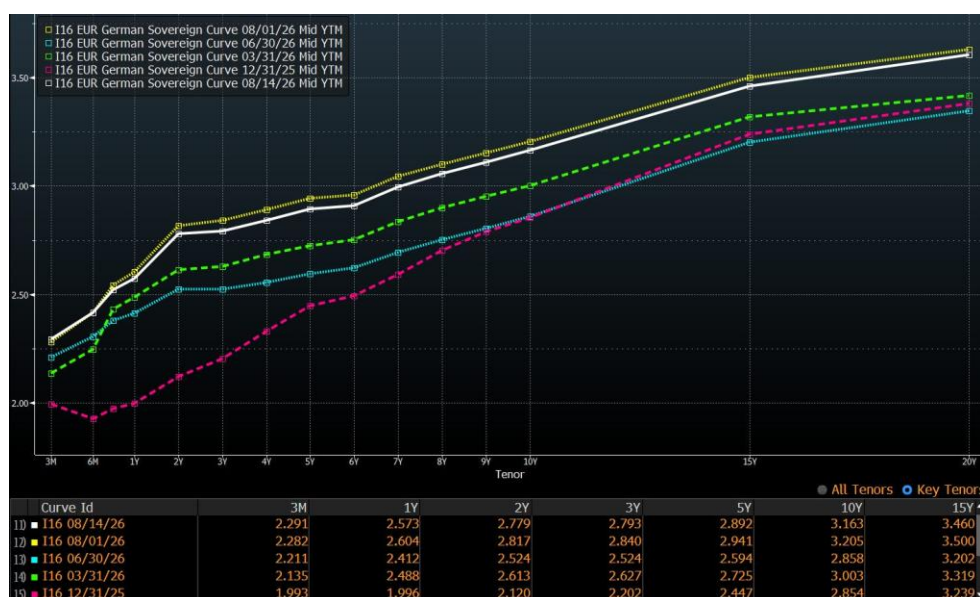
La economía europea aguantó mejor de lo previsto

El PIB de la zona euro creció un **0,4% trimestral** en el segundo trimestre, el doble de lo esperado, aunque excluyendo el efecto distorsionador de Irlanda la cifra se queda en el 0,2%. España volvió a crecer por encima de la media. Y los índices PMI de julio confirmaron el giro: el **compuesto subió a 52,0** desde el 50,0 de junio, la primera lectura de expansión desde marzo, con Italia al frente (52,5), Alemania recuperando el terreno positivo (51,3) y el Reino Unido sólido en 52,2.

El Banco de Inglaterra, por su parte, mantuvo los tipos en el 3,75% con tres de sus nueve miembros votando a favor de subirlos. Andrew Bailey se encargó de que el mensaje no se malinterpretara: «Por favor, no salgan de esta sala pensando que el Banco de Inglaterra se está acercando a una subida». El PIB británico del segundo trimestre creció un 0,4%, impulsado en junio por los servicios ligados a la retransmisión del Mundial.

En Francia, el Gobierno prepara unos presupuestos para 2027 con un objetivo de déficit del **4,9% del PIB**, apenas una décima por debajo del de 2026. Es una ambición deliberadamente modesta —el cálculo es que un presupuesto poco divisivo se apruebe antes—, pero deja el objetivo del 3% en 2029 fuera de alcance. Con la Asamblea fragmentada y la campaña presidencial arrancando, la prima que Francia paga sobre Alemania a diez años parece condenada a quedarse en el entorno de los 80 puntos básicos.

En España, el IPC de julio se revisó al alza hasta el **3,6%**, un recordatorio de que el impacto de la energía sigue llegando a la economía real con retraso.

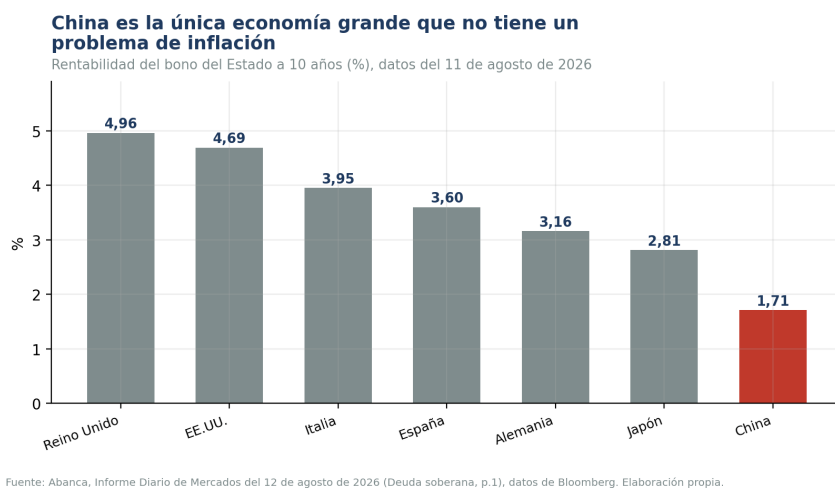


La curva alemana ha subido con fuerza en el tramo corto durante 2026 (+66 puntos básicos en el dos años), reflejo de las subidas que descuenta el mercado.

China: la economía que no tiene el problema de todos los demás

La bolsa china acumula un año perdido. El Hang Seng cotiza en 25.443 puntos, un 0,7% por debajo de donde empezó 2026, en un ejercicio en el que Corea sube un 60,7%, Japón un 35,7% y el S&P 500 un 13,9%. India lo hace todavía peor, con el Sensex un 8,7% en negativo.

El dato que mejor resume la situación está en la renta fija. El bono chino a diez años renta un 1,71%, y ha bajado casi 14 puntos básicos en lo que va de año. Mientras Estados Unidos paga un 4,69%, el Reino Unido un 4,96% y hasta Japón un 2,81%, China se financia a menos de la mitad que Alemania. Eso no es una señal de fortaleza: es la firma de una economía sin presiones de precios, o directamente con presiones a la baja, en un mundo que lleva año y medio peleándose con la inflación.



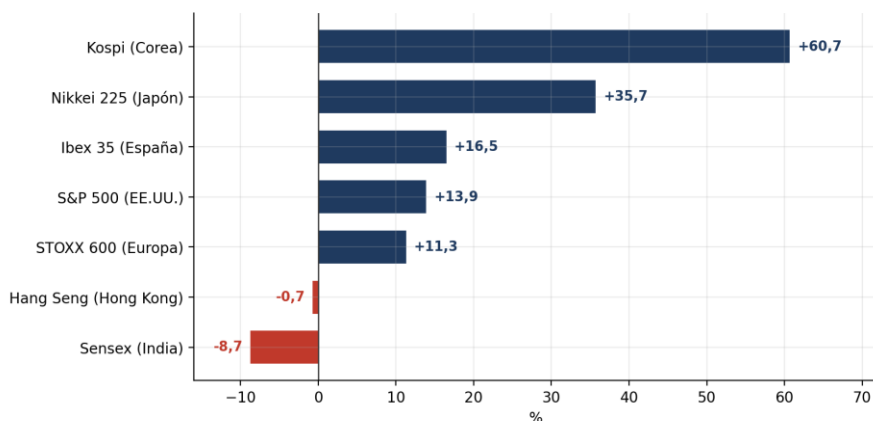
China se financia a diez años por debajo del 1,8%, menos de la mitad que Alemania. No es fortaleza: es ausencia de inflación.

A finales de julio, Pekín dio señales de un giro. Los responsables políticos plantearon un ajuste anticíclico más firme y un despliegue más rápido de los recursos fiscales, con el objetivo explícito de revertir la orientación contractiva de los meses anteriores. No es un cambio radical de rumbo, pero sí un reconocimiento de que el impulso del segundo trimestre se quedó corto. También pusieron el acento en un «desarrollo comercial más equilibrado», una fórmula que se lee mejor a la luz de las tensiones comerciales con la Unión Europea.

El tipo oficial sigue en el **4,35%**, sin cambios en el año, y el yuan se ha apreciado un 3,5% frente al dólar, hasta 6,745. La próxima cita relevante es el pleno del Comité Central de octubre, donde se hará balance del plan quinquenal.

Asia va a dos velocidades y China se ha quedado en el andén

Rentabilidad acumulada en 2026 de los principales índices bursátiles (%), a 13-14 de agosto de 2026



Fuente: GVC Giesco, Markets Daily 14.08.26 (p.1), y CIC, Daily Drivers 14.08.26 (Markets Focus, p.1). Elaboración propia.

Corea y Japón lideran 2026 con claridad; China e India se han quedado fuera de la fiesta.

Japón y Corea: la otra Asia

Si China decepciona, el resto de Asia desarrollada está teniendo un año extraordinario. **El Nikkei subió un 6,1% en la quincena hasta 68.309 puntos y acumula un 35,7% en 2026 y un 57,8% en doce meses.** El Kospi coreano va aún más lejos: **+60,7% en el año**, con sesiones de +3% y +4% en plena quincena, empujado por el ciclo de semiconductores.

Detrás de la bolsa japonesa hay, sin embargo, una historia menos cómoda. El Banco de Japón mantuvo su tipo en el 1,00% por ocho votos contra uno, pero avisó del riesgo de que la inflación subyacente supere de forma sostenida el 2%: excluyendo los subsidios públicos a la energía, ya va al 2,7% interanual. La política fiscal expansiva de la primera ministra Sanae Takaichi alimenta las dudas sobre la trayectoria de la deuda japonesa, y esas dudas se pagan en el bono —**el diez años japonés renta un 2,81%, 75 puntos básicos más que a comienzos de año y 132 más que hace doce meses**— y, sobre todo, en la divisa.

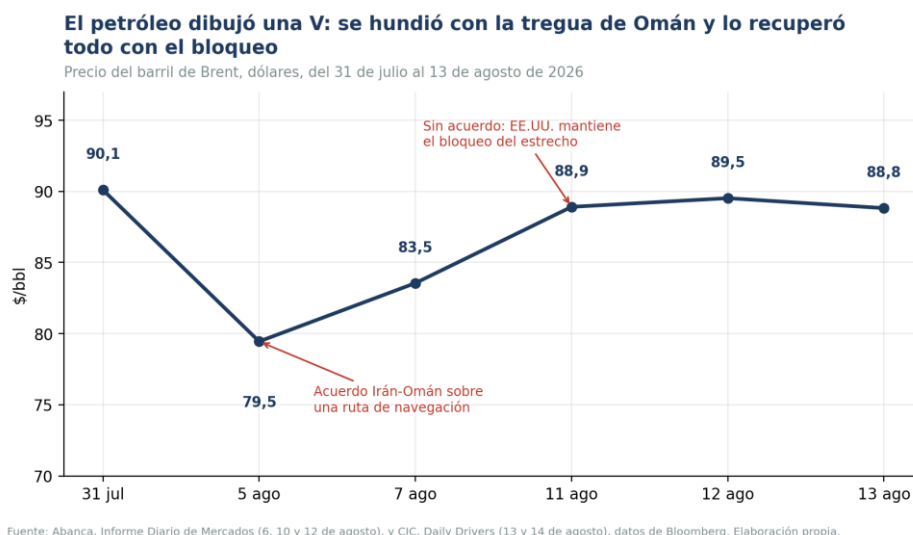
El yen sigue débil pese a las intervenciones. Las autoridades japonesas actuaron en el mercado de divisas el 30 de julio y el 3 de agosto se produjo una intervención conjunta de Japón y Estados Unidos que sacudió a los exportadores asiáticos —el Kospi llegó a caer más de un 5% aquella mañana— sin lograr sostener la divisa mucho más allá de unas sesiones. **Buena parte de la subida del Nikkei es, en realidad, la depreciación del yen vista desde el otro lado:** el índice japonés medido en euros sube un 34,8% en el año, muy cerca del 35,7% en moneda local, pero con un cruce euro/yen que se ha movido entre 182 y 184.

El hilo que lo cose todo: Ormuz, el petróleo y una guerra que se atasca

La quincena entera se explica por lo que pasó —y no pasó— en el estrecho de Ormuz. Merece la pena seguirlo día a día.

- **31 de julio.** El Brent ronda los 90 dólares. Los ataques con misiles entre Estados Unidos e Irán se han reanudado, el estrecho sigue bloqueado y Washington amenaza con una intervención de mayor escala. Una encuesta de AP-NORC revela que la mayoría de los estadounidenses cree que el conflicto no merece el coste, y el apoyo a Donald Trump se erosiona incluso entre su electorado republicano, a pocos meses de las elecciones de mitad de mandato.
- **5 de agosto.** Irán y Omán anuncian un acuerdo sobre una ruta de navegación. El mercado lo lee como el primer paso hacia la reapertura y **el Brent se desploma hasta 79,45 dólares**, diez por debajo de donde estaba cinco sesiones antes. El oro, en cambio, sube casi un 4% en una sola jornada hasta 4.247 dólares la onza: los inversores compran la tregua en el petróleo pero no se fían de nada más.
- **7 de agosto.** El acuerdo no se materializa. El Brent rebota a 83,55 dólares.
- **11 de agosto.** El estancamiento se agrava. Estados Unidos exige compensaciones a Irán e interviene militarmente contra un buque de bandera panameña. **El Brent vuelve a 88,91 dólares**, prácticamente donde empezó el mes.
- **12 de agosto.** La Agencia Internacional de la Energía publica su informe mensual y revisa el déficit de oferta del tercer trimestre desde 0,8 hasta **1,8 millones de barriles diarios**. Al mismo tiempo, mantiene su previsión de un superávit superior a 4,5 millones de barriles diarios en 2027. Estados Unidos acelera la liberación de reservas estratégicas: 6,1 millones de barriles esa semana, frente a 2,8 la anterior.
- **13 de agosto.** Scott Bessent, secretario del Tesoro, amenaza con sanciones «sin precedentes» contra Irán la semana siguiente. Pete Hegseth, secretario de Defensa, afirma que el ejército puede mantener el bloqueo del estrecho «indefinidamente». Es un cambio de estrategia: **Washington ha pasado de buscar una victoria militar a intentar asfixiar económicamente a Teherán**. Detrás está un dato incómodo —el coste de la guerra ronda ya los 37.500 millones de dólares, con 67.000 millones adicionales pedidos al Congreso a finales de julio— y varias informaciones sobre niveles preocupantemente bajos de munición estadounidense.

Ese giro tiene una consecuencia que el mercado todavía no está poniendo en precio: **la presión económica es más lenta que la militar**. Un bloqueo indefinido significa meses, no semanas, con oferta restringida.



El Brent perdió diez dólares con el acuerdo Irán-Omán y los recuperó todos cuando quedó claro que el estrecho no se abre.

Hay dos problemas de fondo que no se resuelven ni aunque Ormuz se abra mañana. El primero es el **refino**: la destrucción de capacidad en el Golfo, agravada en las últimas semanas por la de Rusia, ha llevado el crack spread —el margen aproximado de la actividad refinera, la diferencia entre lo que cuesta el crudo y lo que se cobra por la gasolina y el diésel— hasta los **50,5 dólares por barril**, frente a una media en torno a 17 dólares en 2025. Eso significa que, aunque el barril baje, lo que paga el consumidor final puede no bajar. El segundo es el **gas europeo**: el TTF supera los **60 euros por megavatio hora**, máximos desde el inicio del conflicto, con los almacenamientos europeos en niveles bajos y el invierno por delante.

Mientras tanto, **el oro fue el activo de la quincena**: subió alrededor de un 8% hasta la zona de los 4.350-4.450 dólares por onza, con esa sesión del 5 de agosto en la que ganó casi un 4%. Es el activo que compra el que no se cree ninguno de los dos relatos.

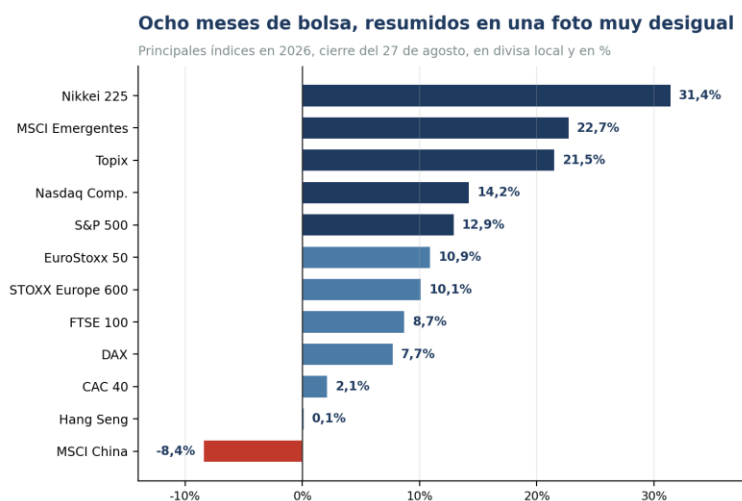
Conclusiones a mediados de mes

La tesis

- **El mercado ha decidido que la inflación es un problema resuelto y que la geopolítica es ruido. Las dos cosas son prematuras.** Los datos americanos de esta quincena —IPC al 3,3%, precios de producción al 4,4%— son buenos, pero su mejora viene casi toda de la energía, y la energía volvió a subir en agosto. Debajo del titular, la subyacente mensual sigue al 0,2% y el índice de producción más limpio *aceleró*. La Fed no se va a mover en septiembre, y en eso coincido con el mercado; pero no porque la inflación esté controlada, sino porque el mercado laboral acaba de romperse y a la Fed le compensa esperar. Es una pausa por prudencia, no por victoria.
- En Europa la película es distinta y ahí sí acompaño al consenso: **el BCE va a subir 25 puntos básicos en septiembre**, y el 90% de probabilidad que descuentan los swaps me parece razonable. Una inflación que repunta al 2,9% con la subyacente al alza, unas negociaciones salariales de fin de año a la vuelta de la esquina y un crecimiento que ha sorprendido al alza no dejan mucho margen. La divergencia entre ambos bancos centrales —el BCE subiendo mientras la Fed espera— es el hecho que va a ordenar las carteras el resto del año.
- Donde discrepo abiertamente del análisis dominante es en el petróleo. **El CIC y la Agencia Internacional de la Energía sitúan el Brent en 65 dólares para el cuarto trimestre asumiendo que Ormuz se reabre pronto; creo que ese objetivo llega tarde.** El giro estadounidense hacia la presión económica en lugar de la militar alarga el conflicto por definición: las sanciones tardan meses en morder y el bloqueo, según el propio secretario de Defensa, puede mantenerse «indefinidamente». A eso se suma un cuello de botella en el refino que no se arregla reabriendo un estrecho. Mi escenario base es un barril en la banda de **75 a 90 dólares durante bastante más tiempo del que descuenta el consenso**, con la presión trasladándose al IPC europeo vía gas y productos refinados. Si tengo razón, el BCE no subirá una sola vez.
- Y en bolsa, la nota discordante. Las subidas de esta quincena tienen un problema de composición: **el 9,8% del tecnológico europeo y el 5,6% del Nasdaq no vienen de sorpresas positivas, sino de la ausencia de noticias negativas.** Un S&P a 21,7 veces beneficios y un Nasdaq a 26,2 son múltiplos que exigen que todo salga bien. La sesión del 4 de agosto, con SpaceX cayendo un 14% *por anunciar más inversión en IA*, es el aviso: el mercado ha empezado a distinguir entre gastar en inteligencia artificial y ganar dinero con ella. Cuando esa distinción se generalice, las valoraciones actuales no la van a resistir bien. **Reduciría peso en la parte más cara del ciclo de la IA**, sin abandonarlo, y mantendría la exposición a lo que ya está funcionando por fundamentales.

Resumen de mercados · 17 a 28 de agosto de 2026

Fueron doce sesiones que empezaron con el mercado convencido de que agosto sería aburrido y terminaron con tres cosas rotas. El 19 de agosto, con el bono americano a treinta años en máximos de veinte años, el Tesoro de Estados Unidos anunció que doblaba sus recompras de deuda larga: el emisor pasó a ser también comprador. El 26, Nvidia presentó los mejores resultados trimestrales de cualquier cotizada del mundo y, en la letra pequeña, contó que ha ampliado a sus clientes el plazo de pago de 45 a 60 días. Y mientras el petróleo hacía un viaje de ida y vuelta de seis dólares por el estrecho de Ormuz, el bono francés a diez años cruzaba silenciosamente por encima del italiano. Al cerrar el periodo, los índices apenas se habían movido —el S&P 500 cedió un 0,7%, el STOXX 600 un 0,9%— y el bono americano a diez años terminó donde había empezado. La quietud de la foto final esconde todo lo que pasó dentro.



Fuente: Informes diarios de mercado, 28 de agosto de 2026. Elaboración propia.

Ocho meses de 2026 separan al Nikkei (+31,4%) de la bolsa china (-8,4%). El índice mundial promedia un año bueno que casi nadie ha vivido igual.

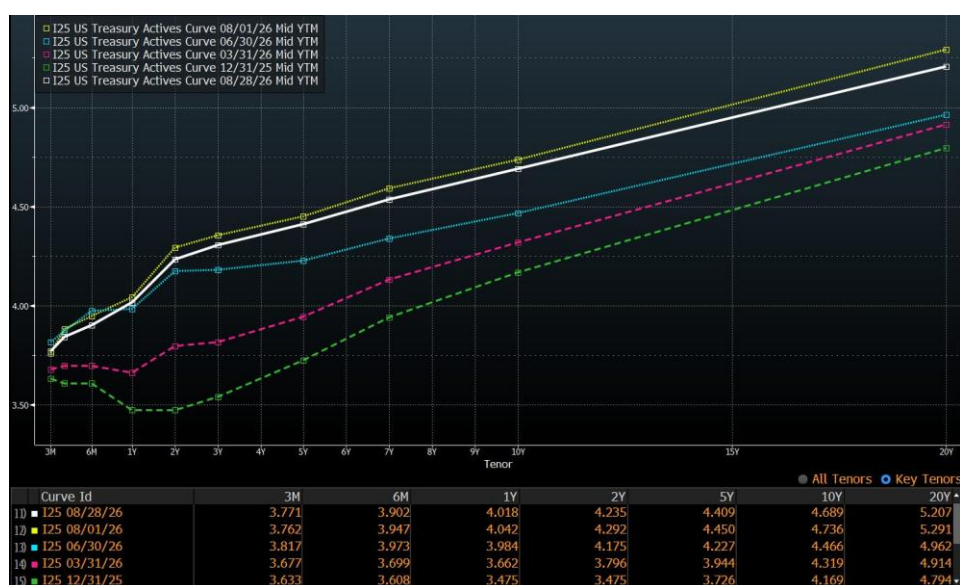
Estados Unidos

El emisor se convierte en comprador

El 19 de agosto el Tesoro americano amplió sus recompras de bonos a 10, 20 y 30 años, elevando el tamaño máximo de cada operación de 2.000 a al menos 4.000 millones de dólares. El mecanismo no es nuevo; el momento sí. La deuda a treinta años cotizaba en el **5,27%**, su nivel más alto en casi dos décadas. Traducido: el Estado americano estaba pagando por financiarse a largo plazo más que en ningún momento desde antes de la crisis financiera, y salió al mercado a comprar su propio papel para bajar ese precio. La TIR a treinta años cayó al 5,19% en una sesión y dos días después estaba de vuelta en el 5,25%.

El contexto explica la urgencia. El déficit fiscal acumulado alcanzó los **1,8 billones de dólares** en julio, 169.000 millones más que en 2025, y la deuda pública superó por primera vez los **40 billones**. Los ingresos caen por las devoluciones de aranceles mientras el gasto sube por la guerra, y con las elecciones de mitad de mandato encima el margen es escaso, por mucho que el secretario del Tesoro, Scott Bessent, prometiera ahorros de “varios cientos de miles de millones”.

Conviene no sobreinterpretarlo: esto es fontanería del mercado de deuda, no control de la curva. Un mecanismo antiguo, de tamaño modesto frente a un mercado de decenas de billones, cuyo efecto se disolvió en cuarenta y ocho horas. Lo interesante no es la operación, sino lo que revela: hay un nivel de tipos largos que Washington considera inasumible, y ahora sabemos aproximadamente cuál es.



La curva americana en cinco fechas de 2026. El tramo corto ha subido 76 puntos básicos desde diciembre; el largo, 41. El resultado es una curva más plana y más alta a la vez.

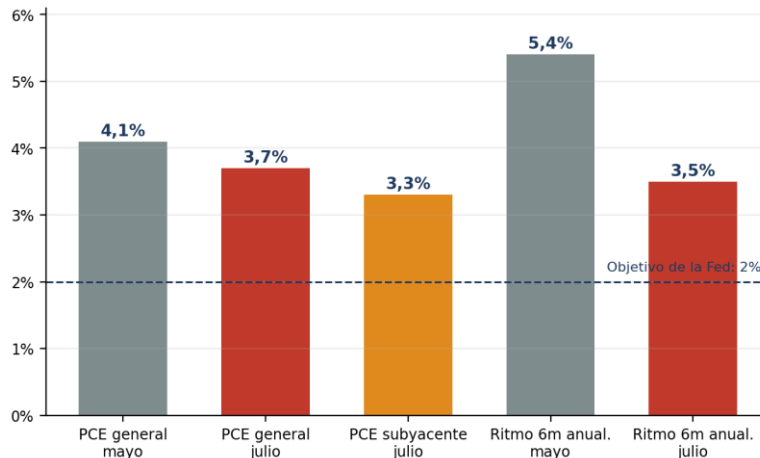
La inflación cede despacio y el consumidor lo nota

El 27 de agosto se publicó el deflactor del consumo personal —el PCE, la medida de inflación que la Fed mira de verdad—: +0,2% mensual en julio, con la tasa interanual en el **3,7%** y la subyacente repitiendo en el **3,3%**.

El detalle importa. Buena parte del repunte mensual se explica por una sola partida: las comisiones de gestión de carteras subieron un 5,6% frente al 0,7% previo y aportaron ellas solas 0,11 puntos porcentuales. Es el tipo de componente que sube cuando suben las bolsas y que probablemente revierta. Y el ritmo semestral anualizado —una forma de ver hacia dónde va la inflación en lugar de de dónde viene— ha bajado del 5,4% de mayo al 3,5% de julio.

La inflación americana cede, pero sigue muy lejos del 2%

Deflactor del consumo personal (PCE), variación interanual y ritmo semestral anualizado, en %



Fuente: BEA vía informes diarios de mercado, 27 de agosto de 2026. Elaboración propia.

La inflación americana se está enfriando de verdad, pero desde un nivel tan alto que "enfriarse" todavía significa el 3,5%.

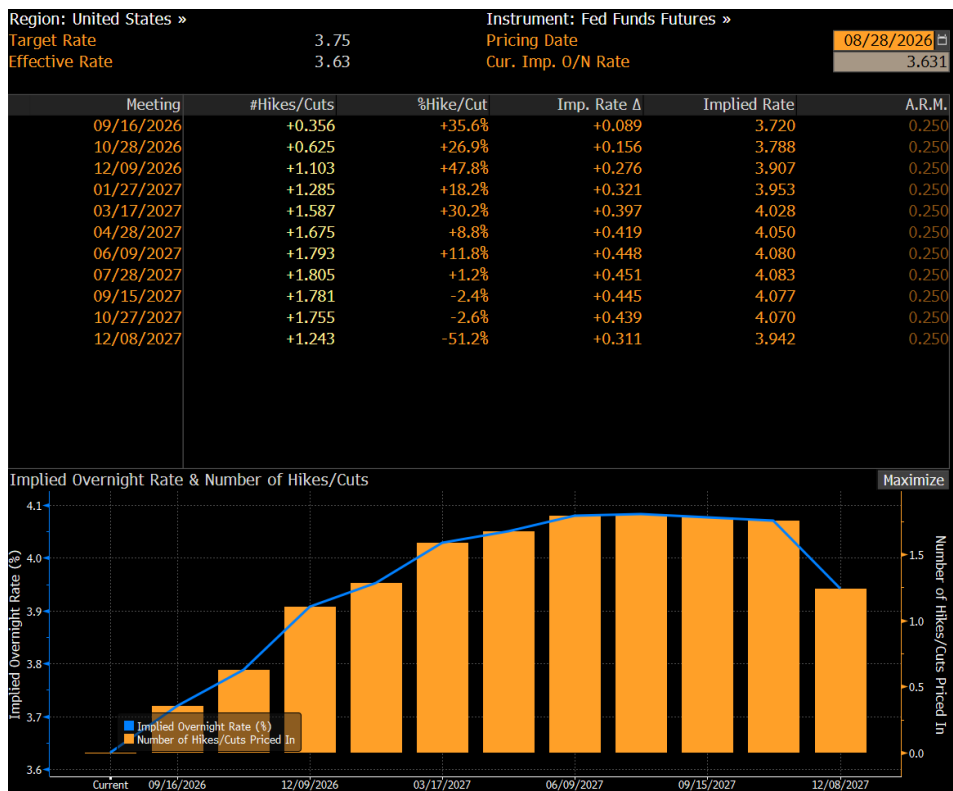
El consumidor es otra historia. El gasto de los hogares creció un 0,2% en julio, lo que en términos reales significa consumo estancado; los ingresos reales sí subieron un 0,4% y la tasa de ahorro repuntó del 2,6% al 3%, todavía muy por debajo de la media de treinta años del 5,7%. Las familias ganan algo más, gastan igual y ahorran un poco más: prudencia, no pánico. Los indicadores adelantados apuntan igual —la confianza de la Conference Board cayó a **89,4**, mínimo del año, con las expectativas hundiéndose de 74 a 68,2; las ventas de viviendas nuevas se desplomaron un 10,5% mensual y el PIB del segundo trimestre se revisó a un 1,5% anualizado desde el 2,1% del primero—. El mercado laboral, en cambio, aguanta: las peticiones de desempleo bajaron a 203.000 frente a 208.000 esperadas.

Qué hará la Fed (y por qué importa menos de lo que parece)

Las actas de julio, publicadas el 19 de agosto, revelaron que **varios miembros querían subir tipos ya entonces** y que muchos veían necesaria una política más restrictiva si la inflación no volvía al 2%. En los días siguientes, Jeffrey Schmid, Austan Goolsbee y Beth Hammack se pronunciaron en clave dura.

El mercado no duda de la dirección: descuenta subidas, no bajadas. Los futuros asignan un **35,6% de probabilidad** a un alza el 16 de septiembre, **1,10 subidas acumuladas** a diciembre y un techo del 4,08% a mediados de 2027. El CIC sitúa una subida de 25 puntos básicos en septiembre u octubre, sin más recorrido. Natixis discrepa: sin efectos de segunda ronda a la vista y con el PCE moderándose, considera que la macro no justifica subir en septiembre y desplaza el movimiento a finales de 2026 o principios de 2027.

Las tres aciertan en algo. El mercado, en la dirección: con el PCE en el 3,7%, aranceles llegando y una guerra que encarece la energía, hablar de recortes en 2026 es fantasía. El CIC, en la magnitud: una subida y parar, porque el consumo ya está estancado. Natixis, en la urgencia: nada obliga a actuar en septiembre concretamente. Y las tres comparten sin decirlo lo mismo: es un debate sobre 25 puntos básicos en el tipo a un día, mientras el bono a treinta años —el que fija el coste real de una hipoteca o de un centro de datos— ha subido 41 puntos básicos en el año y cotiza en máximos de veinte años. La Fed decide el precio del dinero a un día. El precio del dinero que importa lo está fijando otro.



La pantalla que resume el año: el mercado no discute cuántas bajadas habrá, sino cuántas subidas. El tipo implícito toca techo en el 4,08% a mediados de 2027.

Nvidia cumple, y en la letra pequeña financia

El 26 de agosto, tras el cierre, Nvidia publicó **96.221 millones de dólares de ingresos y 59.688 millones de beneficio** en el trimestre, ambas cifras el doble que un año antes. Es el mayor beneficio trimestral de cualquier cotizada del mundo. Lo que movió el mercado fue la previsión: crecimiento de ingresos cercano al **+70% hasta 2028**. Jensen Huang añadió que los hiperescaladores no consiguen atender toda la demanda y que cualquier capacidad nueva se ocupa casi de inmediato.

La reacción del 27 fue contundente: Nvidia subió un 8,7% y sumó 442.000 millones de capitalización en una sesión, con los semiconductores avanzando un 4,9%, Broadcom e Intel un 4,4% cada uno, CrowdStrike un 22,6% y Salesforce un 20,5% tras sus propios resultados y una alianza con Anthropic.

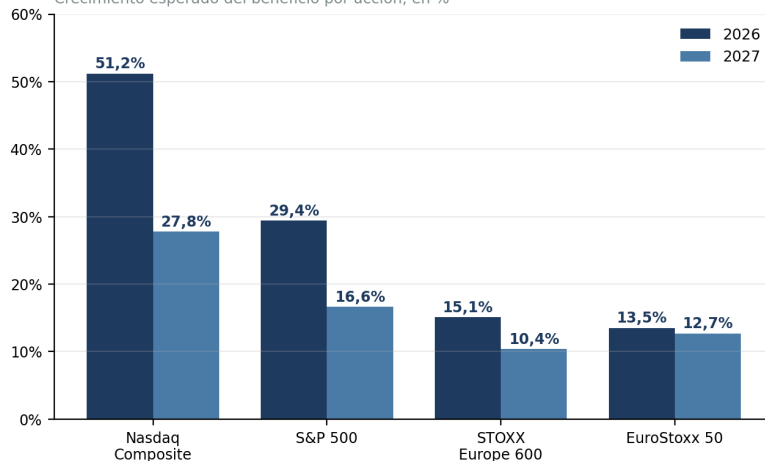
El Nasdaq ganó un 1,6% y el S&P 500 un 0,7% **pese a que la mayoría de sus valores bajaron**: la subida fue obra de un puñado de compañías.

Ahora la letra pequeña. Nvidia ha empezado a **ampliar el plazo de pago de sus clientes de 45 a 60 días** para los de grado de inversión, medida que penalizó la generación de caja del trimestre. Un fabricante que alarga el cobro está financiando a sus propios clientes; cuando la demanda supera de verdad a la oferta, el vendedor no necesita hacerlo. A eso se suma el encarecimiento de la memoria RAM, que presiona un margen bruto del 75%, y la competencia: AMD refuerza posición y OpenAI y Broadcom han desarrollado un chip especializado que iguala en inferencia a la generación anterior de Nvidia con menor consumo.

Nada de esto invalida el ciclo, que es hoy un fenómeno macroeconómico y no una narrativa sectorial: el déficit comercial estadounidense se disparó en julio hasta **118.800 millones de dólares**, un 17% más que el mes anterior, empujado por el mayor aumento de compras exteriores de bienes de capital desde 1993 (+11,3% mensual) —ordenadores, semiconductores, equipos de telecomunicaciones—. Eso no es una burbuja de expectativas; es silicio entrando por los puertos. Pero financiar al cliente y ceder margen por el precio de un componente son, históricamente, las dos primeras grietas de un ciclo de inversión maduro. La tesis de este artículo es que el ciclo es real y hay que estar dentro, vigilando el estado de flujos de caja con más atención que la cuenta de resultados.

Wall Street cotiza beneficios, no esperanzas

Crecimiento esperado del beneficio por acción, en %



Fuente: estimaciones de consenso (Eikon Refinitiv) recogidas en el informe mensual de asignación de activos, agosto de 2026. Elaboración propia.

El argumento alcista, en una imagen: se espera que el beneficio del Nasdaq crezca un 51% en 2026. Si se cumple, la valoración no necesita expandirse para que el índice suba.

Europa

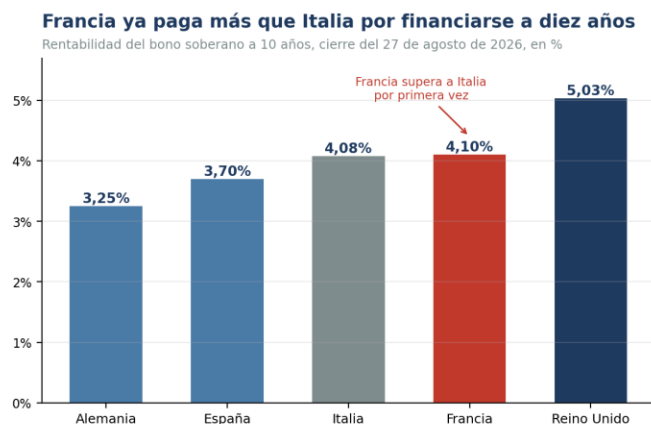
Francia se ha convertido en el problema

El CAC 40 perdió un 3,7% en la quincena —de 8.637 a 8.320 puntos— y acumula apenas un 2,1% en el año, frente al 7,7% del DAX y el 10,1% del STOXX 600. No es un mal momento: es una divergencia que se abrió durante estos doce días.

La causa es política. El 27 de agosto se celebró el primer debate presidencial francés sobre economía. Marine Le Pen, líder en las encuestas, confirmó una “regla de oro” fiscal y un plan de 125.000 millones de euros de ahorro; el problema es la aritmética, porque su partido mantiene a la vez el objetivo de rebajar la edad de jubilación a los 62 años y suprimir varios esquemas fiscales. Jean-Luc Mélenchon confirmó su intención de condonar parte de la deuda francesa. Los centristas defendieron la credibilidad fiscal con el historial de dos mandatos en contra. El debate confirmó lo que el mercado temía: la capacidad de reducir el déficit después de 2027 es limitada, y quien gane necesitará una mayoría en la Asamblea que hoy nadie tiene garantizada.

La factura es visible. El bono francés a diez años cerró en el 4,10%, por encima del italiano (4,08%): Francia, con mejor calificación crediticia y una economía mayor, paga hoy más que Italia por financiarse a una década. La prima frente al Bund se ha ampliado a 85 puntos básicos, y el 27 de agosto BNP Paribas y Société Générale cayeron más de un 4% en una sesión, arrastrando al CAC a ser el peor índice de la región.

Este es el riesgo europeo dominante del otoño. No porque vaya a estallar mañana —85 puntos básicos son un ajuste ordenado, no una crisis—, sino porque es acumulativo: cada semana sin un plan fiscal creíble añade prima, y el calendario electoral garantiza que no habrá plan creíble hasta bien entrado 2027.



Fuente: informes diarios de mercado, 28 de agosto de 2026. Elaboración propia.

La anomalía de la quincena. Francia paga más que Italia por financiarse a diez años, algo que hasta hace poco habría parecido un error de tecléo.

Alemania, en cambio, arranca

Mientras Francia se atasca, la locomotora alemana da señales de vida. El PIB del segundo trimestre se revisó al alza hasta un **+0,3% trimestral** tras el +0,4% del primero: tercer trimestre consecutivo en positivo, algo que no ocurría desde el fin de la pandemia. Lo relevante está en los componentes: el consumo de los hogares abandonó el terreno negativo y creció un +0,1% frente al -0,6% anterior, y la inversión privada frenó su caída al -0,2% desde el -1,3%. La demanda interna alemana ha dejado de restar. El índice IFO de clima empresarial lo confirmó al subir en agosto hasta **88,8** desde 86,7. Y todo esto con la energía más cara.

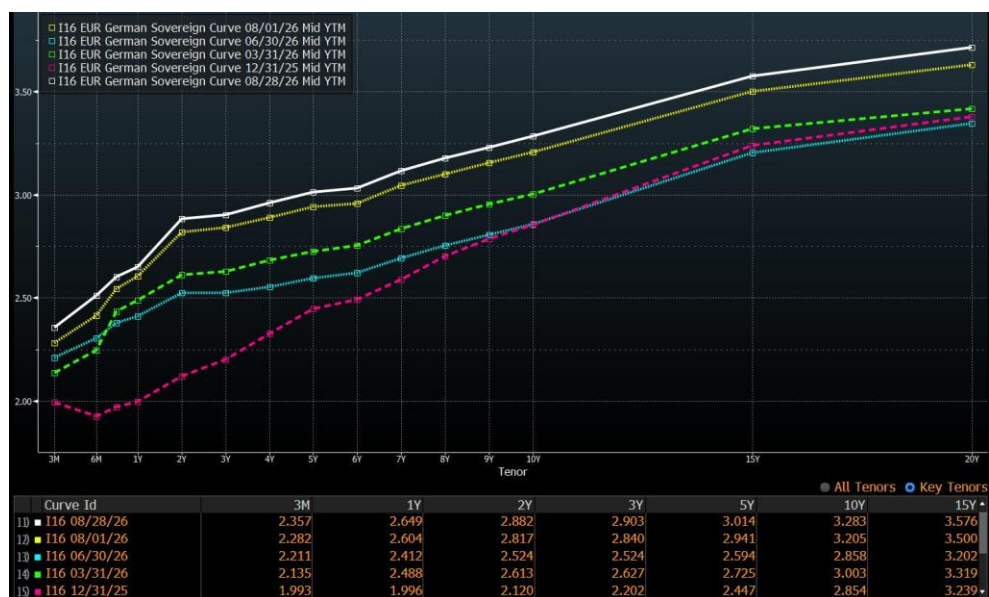
Los PMI de agosto —encuestas mensuales a directores de compras, donde por encima de 50 la actividad crece— dieron un compuesto de la eurozona de **52,1**, por encima del 51,7 esperado, apoyado en nuevos pedidos industriales y recuperación exportadora. La foto interna es desigual: en Alemania y Francia la industria mejora, pero los servicios se debilitan —los franceses, por una ola de calor extremo—, mientras en el resto de la zona euro el turismo empuja. El componente de precios pagados cayó: la presión de costes se relaja.

El BCE va a subir y el mercado lo sabe

Las actas de julio, publicadas el 20 de agosto, mostraron un Consejo preocupado: varios miembros no se habrían opuesto a subir ya entonces y algunos consideraron necesario un giro a terreno moderadamente restrictivo. Hubo consenso para esperar a septiembre, pero las actas subrayan que la pausa de julio no es el fin del ciclo.

El mercado ha tomado nota: los swaps descuentan un **96,4% de probabilidad de subida el 10 de septiembre** —está hecho— y **1,72 subidas acumuladas a diciembre**, con el tipo implícito llegando al 2,84% a mediados de 2027 desde el 2,25% actual. El CIC espera una única subida hasta el 2,50% y después una vuelta gradual al equilibrio, que sitúa en el 2,25% a mediados del año próximo: bastante menos duro que el mercado.

La duda razonable es de qué sirve subir. Olli Rehn ya señaló que el crecimiento salarial sigue moderado y sin señales claras de efectos de segunda ronda. El choque que preocupa al BCE es energético y geopolítico —un estrecho cerrado a ocho mil kilómetros de Fráncfort—, y ningún tipo de interés reabre Ormuz. Subir aquí es una póliza contra las expectativas de inflación, no un tratamiento de la inflación: defendible, pero caro en una eurozona que crecerá un 0,5% en 2026.



Para el mercado, la subida de septiembre del BCE ya no es una probabilidad: es un hecho al 96,4%. La discusión es qué pasa después.



La curva alemana se ha desplazado al alza en todos los plazos durante 2026: 76 puntos básicos en el 2 años, 43 en el 10 años.

El índice europeo esconde dos mercados

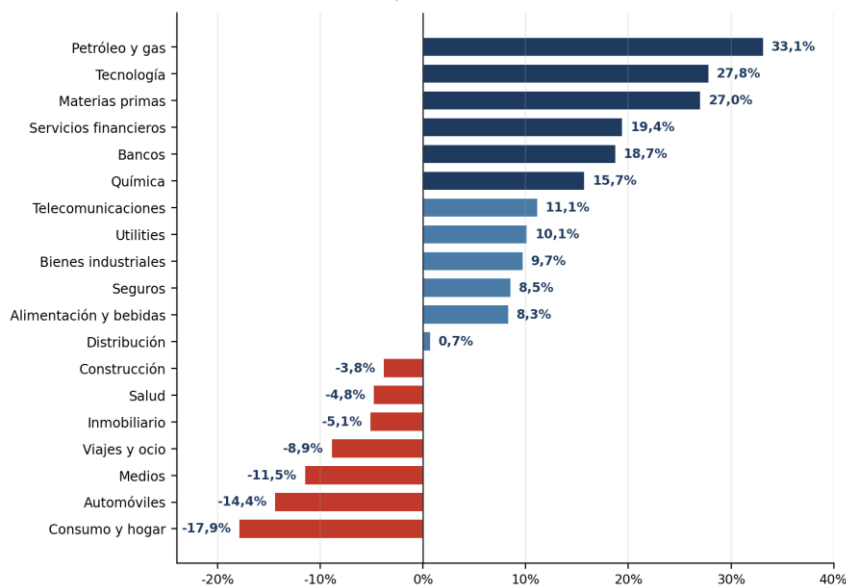
Mirar el STOXX 600 y concluir que Europa ha tenido un año discreto es un error de lectura: dentro conviven rentabilidades que van del +33,1% al -17,9%.

Arriba, petróleo y gas (+33,1% en 2026), tecnología (+27,8%) y materias primas (+27,0%): los tres sectores que se benefician, respectivamente, de la guerra, del capex en inteligencia artificial y de la reindustrialización. Los bancos suman un 18,7% en un año en que los tipos suben en lugar de bajar. Abajo, consumo y hogar (-17,9%), automóviles (-14,4%) y medios (-11,5%): el automóvil lleva dos años en el mismo agujero y el lujo paga la debilidad de la demanda china. Viajes y ocio (-8,9%) es el caso más ilustrativo, porque es el sector que más sufre el petróleo caro y por eso cada caída del Brent disparó a las aerolíneas —IAG y Ryanair subieron un 2,2% el día 24—.

Fuera de la banca francesa, el corporativo europeo dejó a Deutsche Bank subiendo un 4,3% el 26 de agosto, a Melrose Industries disparándose un 10% tras aclarar el coste de un incidente en una planta, a SAP e Infineon acompañando el rally de Nvidia y a CD Projekt Red cayendo un 5,6% al retrasar su próximo gran lanzamiento hasta 2028.

El año europeo lo han decidido la energía y los chips, no el índice

Sectores del EuroStoxx en 2026, rentabilidad acumulada en %



Fuente: informe diario de mercados, 28 de agosto de 2026 (datos Factset, cierre del 27 de agosto). Elaboración propia.

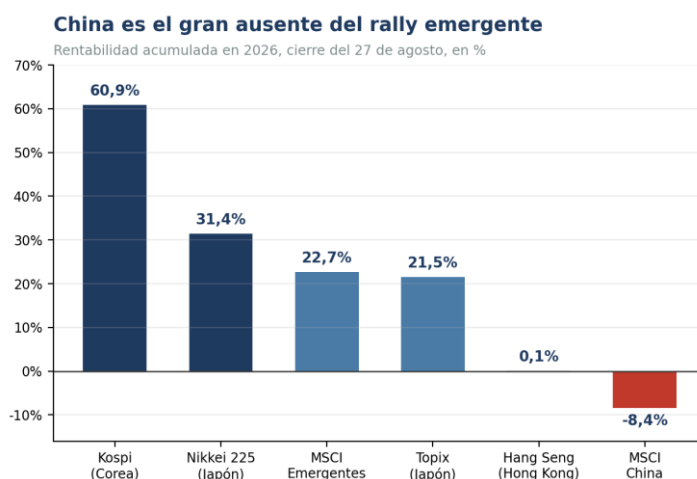
51 puntos porcentuales separan al mejor sector europeo del peor en ocho meses. El índice es la media de dos mercados que no se parecen en nada.

China

El gran ausente del rally emergente

El dato que resume el año: mientras el índice MSCI de mercados emergentes acumula un **+22,7% en 2026**, el MSCI China pierde un **8,4%**. Son treinta y un puntos porcentuales entre China y su propio bloque; el Hang Seng, algo mejor, está plano en +0,1%. El rally emergente de 2026 —que ha sido espectacular— se ha construido en Corea, Taiwán y la cadena de suministro de semiconductores. China no ha participado.

La razón inmediata es de beneficios: el CSI 300 se movió toda la quincena al ritmo de una temporada de resultados que, en palabras de los informes diarios, “continúa dejando más decepciones que sorpresas positivas”. El 27 de agosto, con el mundo celebrando a Nvidia, el CSI 300 cedió un 0,3%.



Fuente: informes diarios de mercado, 28 de agosto de 2026. Elaboración propia.

El rally emergente de 2026 se ha hecho sin China. Corea sube un 60,9%; la bolsa china pierde un 8,4%.

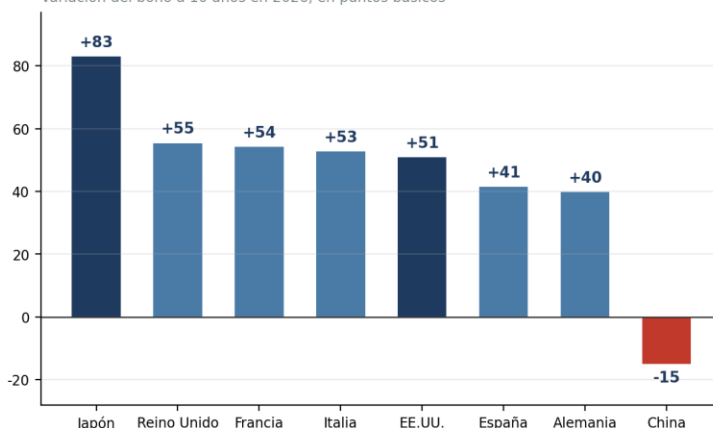
El único sitio donde el dinero se abarata

El contraste más revelador no está en la bolsa sino en los bonos. En 2026 la rentabilidad exigida al bono a diez años ha subido 83 puntos básicos en Japón, 55 en Reino Unido, 54 en Francia, 51 en Estados Unidos y 40 en Alemania. En China ha **caído 15 puntos básicos**, hasta el 1,69%.

Mientras el resto del mundo lucha contra la inflación, China sigue peleando con el problema contrario. Un bono a diez años al 1,69% con un tipo oficial de referencia en el 4,35% describe una economía donde el mercado no espera ni crecimiento nominal ni presión de precios durante una década. Traducido: China es ahora mismo el único gran mercado donde un inversor en renta fija ha ganado dinero en 2026, y la única gran economía cuyo banco central tiene margen real sin arriesgar un problema de precios.

China es el único gran mercado donde el dinero se ha abaratado

Variación del bono a 10 años en 2026, en puntos básicos



Fuente: informe diario de mercados, 28 de agosto de 2026 (datos Bloomberg). Elaboración propia.

La divergencia que define a China. En todas partes el dinero se ha encarecido en 2026; allí se ha abaratado.

Pekín, entre dos frentes con Washington

La quincena añadió dos capas de fricción. La arancelaria: Estados Unidos planea un **arancel del 7,5% a China por exceso de capacidad manufacturera**, parte de la reconstrucción del esquema tras la anulación judicial de los aranceles amparados en la IEEPA. China soportaba antes una carga efectiva cercana al 47%, de la que 20 puntos quedaron sin efecto; con un 12,5% ya impuesto por una investigación sobre trabajo forzoso y este 7,5% adicional, la carga volvería casi al punto de partida. Trump y Xi Jinping se reúnen el **24 de septiembre** para abordar la extensión de la tregua comercial, que expira el 10 de noviembre.

Y la energética: las nuevas sanciones sobre Irán apuntan explícitamente a los países que mantienen relaciones con Teherán, y China es el principal comprador de crudo iraní. Pekín respondió el 25 de agosto calificándolas de **ilegales**, lo que en la práctica anuncia que no piensa reducir esas compras. Es un pulso con consecuencias directas sobre el barril: si el crudo iraní deja de circular, el petróleo sube para todos.

Cómo cerró la quincena: MSCI China en torno a 76 puntos (-8,4% en 2026), Hang Seng en 25.645 (+2,0% en el periodo, +0,1% en el año), bono a 10 años en el 1,69%, yuan en 6,72 por dólar.

Japón y Corea: el otro extremo del espectro

Si China es la deflación, Japón es su espejo. El Banco de Japón mantiene el tipo en el 1,00% tras subirlo 25 puntos básicos este año, y se espera que llegue al 1,25% en el primer trimestre de 2027. El bono japonés a diez años cotiza en el **2,89%**, 83 puntos básicos más que en enero y 127 más que hace un año: la mayor subida del mundo desarrollado. Y aun así la bolsa japonesa es de las mejores del planeta, con el Topix en **+21,5%** y el Nikkei rondando el +31%. Tipos al alza y bolsa al alza no es contradicción cuando lo que ocurre es la salida de tres décadas de deflación: sube el crecimiento nominal, suben los beneficios nominales y sube el precio del dinero a la vez.

El punto delicado es el yen. Su debilidad refuerza las presiones inflacionistas en un país que depende del crudo de Oriente Medio, y ha hecho falta una **intervención coordinada entre la Reserva Federal y el Banco de Japón** para frenar su caída. El PIB del segundo trimestre creció apenas un 0,3% trimestral, con el consumo estancado y la inversión cayendo; solo las exportaciones aguantaron.

Corea merece un párrafo por lo que dice del riesgo, no del retorno. El Kospi acumula un **+60,9% en 2026**, la mejor rentabilidad de cualquier índice grande del mundo. Pero durante esta quincena hizo esto: **-6,2% el 19 de agosto, +5,9% el 20, -2,9% el 24, +1,5% el 26 y -1,8% el 27**. Casi doce puntos de recorrido en dos sesiones consecutivas. Las casas lo leen como un episodio idiosincrático sin riesgo de contagio —el Kospi está históricamente poco correlacionado con el Nasdaq— y es razonable. Pero un índice que gana un 60% en ocho meses, se mueve un 6% al día y depende de dos fabricantes de memoria no está descontando un escenario: está descontando una convicción, y las convicciones se deshacen deprisa.

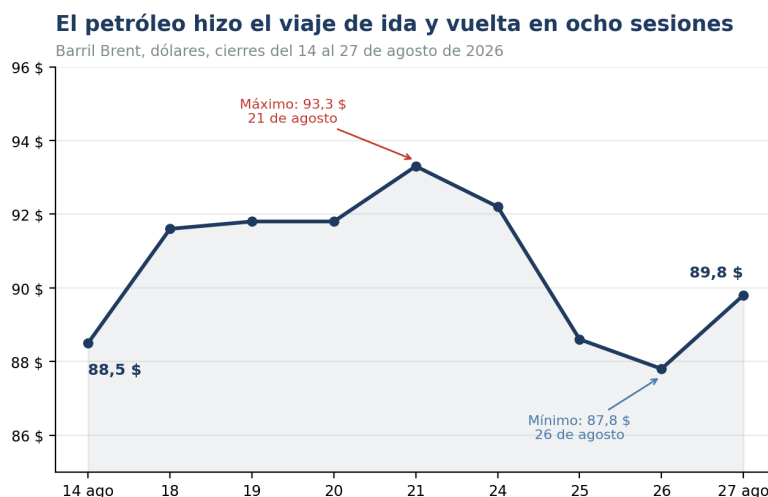
Doce días de petróleo, sanciones y un simposio

- **17 de agosto.** Calma. El Brent cierra en 88,5 dólares y los datos de la semana anterior —ventas minoristas -0,6% mensual, confianza de Michigan en 51 frente al 55 esperado— reducen las expectativas de subida de tipos a una sola.
- **18 y 19 de agosto.** El conflicto se recrudece: Trump rechaza reabrir el diálogo, Teherán insiste en que Ormuz seguirá cerrado e **Irán ataca con misiles Emiratos Árabes Unidos**. El Brent salta por encima de 91 dólares, el bono americano a treinta años toca el 5,27% y el Kospi se hunde un 6,2%. Esa noche se publican las actas de la Fed.
- **20 de agosto.** El Tesoro anuncia que dobla las recompras de deuda larga. La TIR a treinta años cae al 5,19%, el dólar se debilita, el oro sube y el Kospi rebota un 5,9%.

- **21 de agosto.** Día de PMI. Bessent anuncia sanciones “particularmente severas” contra Irán para el lunes y pide la cooperación de China. **El Brent marca el máximo de la quincena en 93,3 dólares.** La deuda americana a diez años vuelve al 4,70%: el efecto de las recompras se ha evaporado en 48 horas.
- **24 de agosto.** Washington revela las sanciones: unas **60 entidades vinculadas a Irán**, incluido el conglomerado energético Wellbred, con China e India en el punto de mira como compradores de crudo. En paralelo se rompen las negociaciones con Canadá y Estados Unidos impone aranceles del 50% sobre 20.000 millones de dólares de bienes canadienses desde el 8 de septiembre.
- **25 de agosto.** El rial iraní acumula una depreciación del 55%. Marco Rubio anuncia que no habrá nuevas operaciones militares y que se priorizará la presión económica; Trump anuncia el desminado del estrecho. El Brent cae un 2,3% tras seis sesiones al alza y el oro sube un 1,1% hasta 4.650 dólares, máximo desde mayo.
- **26 de agosto. Irán y Omán avanzan** hacia un corredor marítimo temporal y un programa de retirada de minas, y China califica de ilegales las sanciones. Canadá responde con aranceles de hasta el 50% sobre 700 productos estadounidenses, más un paquete de apoyo de 5.500 millones. El Brent acumula un -7,8% semanal. Nvidia publica tras el cierre.
- **27 de agosto.** Kuwait y Catar han recuperado cerca del **70% de los volúmenes previos**, con envíos conjuntos de 7-8 millones de barriles diarios y el estrecho libre de minas. El Brent rebota un 2,1% hasta 89,7 dólares ante el escepticismo sobre un acuerdo definitivo. Wall Street celebra Nvidia; Europa cae por Francia. Arranca Jackson Hole.
- **28 de agosto.** Kevin Warsh interviene a las 16:00, hora continental, con los mercados europeos aún abiertos. El tema oficial del simposio —la innovación en los sistemas de pago— queda lejos de lo que preocupa a los inversores, pero el foro ha servido antes para sentar las bases de giros monetarios. Es su primera gran intervención pública como presidente de la Fed.

De fondo, **la OPEP se deshace.** Emiratos abandonó la organización hace cuatro meses y Venezuela estudia hacer lo mismo mientras negocia con Washington un acuerdo que podría incluir el arrendamiento de campos petrolíferos durante cien años; desde la captura de Nicolás Maduro a principios de año, Estados Unidos controla las ventas de crudo venezolano y la producción ha subido unos 300.000 barriles diarios, cerca de un 30% más.

Con ambas salidas, la cuota conjunta del cártel caería del 37% del suministro mundial al 31%. El cártel que durante cincuenta años fijó el precio del petróleo está siendo sustituido por una geopolítica de bloques donde Washington negocia directamente el acceso a los barriles. El Brent cerró en 89,7 dólares, un 48% por encima del cierre de 2025.



Fuente: informes diarios de mercado del 17 al 28 de agosto de 2026. Elaboración propia.

Seis dólares de ida y seis de vuelta en ocho sesiones. El petróleo acabó donde empezó, después de mover a los bancos centrales, a las aerolíneas y a las curvas de tipos de medio mundo.

Conclusiones

La tesis

Los índices no se movieron, pero el suelo bajo ellos sí. El S&P 500 perdió un 0,7% y el bono americano a diez años terminó donde empezó, y entre medias el Tesoro tuvo que salir a comprar su propia deuda, el petróleo se movió un 6% en ambas direcciones y la mayor compañía del mundo por beneficios empezó a financiar a sus clientes. Cuando el precio quieto esconde tanto movimiento, lo que se está comprimiendo es la volatilidad, no el riesgo.

El hilo conductor de 2026 es que el precio del dinero a largo plazo ha dejado de ser una variable pasiva. Ha subido entre 40 y 55 puntos básicos en todos los grandes mercados desarrollados —83 en Japón— y por razones que no dependen de ningún banco central: déficits que no se corrigen, una guerra que encarece la energía y, como apunta Natixis con acierto, una subida del tipo real que refleja mejora de la actividad más que miedo a la inflación. Por eso el debate sobre si la Fed sube en septiembre o en octubre importa menos de lo que ocupa: la política monetaria efectiva la está haciendo el tramo largo de la curva, y va por delante de los comités. La respuesta del Tesoro fue fontanería técnica, no un cambio de régimen, y duró cuarenta y ocho horas.

De ahí la posición de este artículo. Estar en bolsa, sí: los beneficios crecen de verdad y no dependen de una expansión de múltiplos —se espera que el BPA del Nasdaq crezca un 51% este año y el del S&P 500 un 29%— y el capex en inteligencia artificial es visible en la balanza comercial americana, no una narrativa. Con dos matices que esta quincena ha hecho explícitos: las grietas del ciclo empiezan a asomar por el sitio habitual, que es la financiación al cliente y no la cuenta de resultados; y Europa ha dejado de ser un bloque, porque Francia y Alemania van en direcciones opuestas.

Cinco cosas que vigilar

1. **La generación de caja de los proveedores de infraestructura de IA, no sus ingresos.** Si el sector empieza a competir por condiciones de pago en lugar de por producto, el ciclo ha cambiado de fase aunque los ingresos sigan creciendo.
2. **La prima francesa sobre el Bund, hoy en 85 puntos básicos.** El termómetro más limpio del riesgo político europeo, y el calendario electoral garantiza que no habrá noticias tranquilizadoras hasta bien entrado 2027.
3. **Lo que diga el BCE después del 10 de septiembre.** La subida está descontada al 96%; lo que no lo está es si acierta el mercado esperando casi tres subidas hasta mediados de 2027 o el CIC esperando una y parar.
4. **El bono americano a treinta años en la zona del 5,20-5,30%.** Es el nivel que hizo intervenir al Tesoro. Volver a tocarlo diría que la intervención no funcionó, y sería más informativo que cualquier discurso de Jackson Hole.
5. **La reunión Trump-Xi del 24 de septiembre y la tregua comercial que expira el 10 de noviembre.** China acumula un 8,4% de caída y una carga arancelaria que vuelve a los niveles previos a la anulación judicial: es a la vez el mercado más barato y el más expuesto.

Lo que podría salir mal

- **Que las sanciones secundarias funcionen demasiado bien.** Si China e India dejan de comprar crudo iraní, se retiran millones de barriles del mercado y el Brent vuelve a los 100 dólares, con dos consecuencias simultáneas: bancos centrales obligados a endurecer más de lo previsto y consumidores occidentales exprimidos justo cuando la tasa de ahorro americana está en el 3%.

- **Que la guerra comercial se generalice.** Aranceles del 50% a Canadá, represalias canadienses sobre 700 productos, la amenaza de extenderlos a automóviles desde el 1 de enero y un 7,5% previsto sobre China. Ninguna medida es grande por separado; juntas son un choque de oferta cuando la inflación aún no ha vuelto al objetivo.
- **Que Francia sea el detonante y no el síntoma.** Una rebaja de calificación, o un resultado electoral que el mercado lea como incompatible con la disciplina fiscal, ampliaría la prima de forma desordenada. Francia es demasiado grande para el mecanismo de rescate europeo.
- **Que Corea deje de ser idiosincrática.** Un índice con un 60% de subida en ocho meses, movimientos diarios del 6% y dependencia de dos compañías de memoria es candidato natural a que el riesgo idiosincrático deje de serlo.

Lo que podría salir bien

- **Que Ormuz se normalice del todo.** Kuwait y Catar ya han recuperado el 70% de sus volúmenes, el estrecho está libre de minas e Irán y Omán negocian un corredor. Un Brent en 75 dólares resolvería a la vez el problema de inflación de la Fed, el del BCE y el del consumidor americano, y devolvería a viajes y ocio buena parte de lo perdido.
- **Que Alemania siga.** Tres trimestres seguidos de crecimiento, un IFO en 88,8, el consumo saliendo de negativo y la inversión frenando su caída. Con energía más barata, la eurozona podría sorprender al alza en un año en que se espera que crezca solo un 0,5%.
- **Que la inflación americana siga el camino que ya lleva.** El ritmo semestral anualizado del PCE ha bajado del 5,4% de mayo al 3,5% de julio. Si continúa, la Fed no tendrá que subir nada, el tramo largo se relajará y el argumento central de este artículo —que el bono manda— se resolverá por la vía agradable. Y si además Nvidia tiene razón y la demanda supera de verdad a la oferta hasta 2028, lo del crédito comercial habrá sido una nota a pie de página y no una señal.